平成 28 年 11 月 30 日

機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方

～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～

「スチュワードシップ･コード及びコーポレートガバナンス･コードのフォローアップ会議」
意見書（３）

Ⅰ．はじめに

企業の持続的な成長は、雇用の拡大・賃金の上昇や、投資リターンの拡大等を通じて、国民全体の豊かさの源泉となるものである。常に変化し続ける経営環境に対応しながら、企業が、持続的に成長していくためには、経営陣が、先見性のある、適確な経営判断を行っていくことが必要であり、取締役会が、経営に係る戦略的な方向付けや、経営陣の実効的な監督を行うことが求められる。こうした経営陣・取締役会のリーダーシップの下、様々なステークホルダーと適切に協働しつつ、経営戦略に即した設備投資、研究開発投資、人材投資などが行われ、中長期的な視点に立った企業経営が行われていくことが重要である。

このような企業経営を促していくため、コーポレートガバナンス改革に向けた取組みを一層進めていくことが求められる。既に、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入や、フォローアップ会議による取締役会のあり方に関する意見書の公表等によって、改革の枠組みは整ってきている。この改革を「形式」から「実質」へと深化させることが重要な課題である。

そのためには、企業に投資を行っている機関投資家（運用機関及び年金基金等のアセットオーナー）が、インベストメント・チェーン（最終受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ）におけるそれぞれの役割を認識し、企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要となる。

本意見書は、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていく上で、運用機関とアセットオーナーのそれぞれに求められる取組みを提言するものである。

Ⅱ．運用機関による実効的なスチュワードシップ活動

機関投資家、特に年金基金等のアセットオーナーから運用を受託し、企業との直接の対話の相手方となる運用機関には、短期的な業績動向ばかりにとらわれることなく、中長期的な視点から、深度ある企業評価に基づいて実効的なス

チュワードシップ活動を行うことが求められる。また、その際、機関投資家においては、形式的な基準や助言会社のサービスを機械的に適用するのではなく、各企業の状況に着目したきめ細かな判断を行っていくことが重要である。

１．運用機関のガバナンス・利益相反管理等

運用機関が企業との間で実効的なスチュワードシップ活動を行っていく上では、運用機関において、アセットオーナーやその背後に存在する最終受益者の利益を第一に考え、顧客本位の活動が実効的に確保されることが不可欠である。他方、金融グループ系列の運用機関について、親会社等の利益と運用機関の顧客の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多く、よりきめ細かな対応が必要ではないか、との指摘がある。また、同一の機関内において運用以外の業務を行っている場合における、当該業務を行う部門と運用部門との関係についても、同様のことが指摘されている。

このため、運用機関自身のガバナンスの強化や、運用機関とその系列親会社等との関係等から生じうる利益相反のより適切な管理に向け、以下のような取組みを進めるべきである。

(1) 運用機関のガバナンスの強化

運用機関は、最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

運用機関自身のガバナンスを強化することは、最終受益者の利益に資するとともに、投資先企業のガバナンス等について企業と対話を行う上でも、運用機関自身の信頼性が高まることを通じ、対話の実効性を高めることにつながるものと考えられる。

(2) 利益相反管理

運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じうる局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避したり、その影響を実効的に排除するなど、最終受益者の利益を確保するための措置について具体的方針を定め、公表すべきである[1]。

(注)

- 議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じうる局面として、例えば以下のような場合が考えられる。

---

[1] スチュワードシップ・コードにも、利益相反管理の方針を策定・公表すべきとの原則が示されているが、必ずしも具体性のある記載がなされていないケースが見られる。

－ 投資先企業に対し、当該運用機関のグループ企業、または当該運用機関内の他部門が金融商品・サービスを提供している／しようとする場合
－ 当該運用機関の投資先企業が運営する年金の運用を受託している／しようとする場合　　　等

・ 海外等においては、議決権行使等に際して利益相反が生じる場合に講じている措置として、以下のような例が見られる。
－ 運用機関内部の独立した機関により審議し、審議の記録を保持
－ 外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用　　　等

(3) 運用機関の経営陣の能力・経験と責務

運用機関の経営陣は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、運用機関の経営陣は、自らが企業との間の対話の充実や運用機関のガバナンス強化・利益相反管理及びこれらの実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

２. 議決権行使結果の公表の充実

スチュワードシップ・コードにおいては、機関投資家が適切に議決権行使をしているか否かについての可視性を高める観点から、議案の主な種類ごとに整理・集計する形での行使結果の公表を求めているが、一部の業態においては、議決権行使結果の集計を公表している機関投資家の割合が少ないとの指摘がある。議決権行使の透明性を確保する上で、各運用機関等[2]において、このような公表を行うことがまずもって重要である。

また、集計による公表にとどまらず、運用機関等が、自らの活動について最終受益者への説明責任を果たし、透明性を向上させていくためには、個別企業・議案ごとに議決権行使結果を公表することが重要である。この点、米国においては、投資信託について、証券取引委員会（SEC）規則により、議決権行使の透明性を高めるとの観点から、個別の議決権行使結果の公表が義務付けられている。このような義務付けがない英国においても、説明責任の向上や利益相反管理の観点から、個別の議決権行使結果の公表を行っている機関投資家は少なくない。こうした海外の動向に見られるように、運用機関等により真に最終受益者のために議決権が行使されることを担保する上で、個別の議決権行使結果を公表することは、有効な方法と考えられる。また、必

[2] 「運用機関等」には、アセットオーナーを含む（以下同じ）。

要と考える場合には、運用機関等が議決権行使の理由を対外的に明確に説明することも、透明性の向上に資するものと考えられる。

このような考え方に対し、個別の議決権行使結果については、運用機関が、運用委託を受けている年金基金等のアセットオーナーにのみ開示することで足りる[3]との指摘も存在する。また、個別の議決権行使結果の公表により、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な行使を助長したり、企業と運用機関の対決色が強調されるなど、円滑な対話が阻害されるのではないかとの懸念なども指摘されている。

しかし、アセットオーナーの先に存在する最終受益者は、年金受給者など広範に及び、潜在的な受益者も含めれば、最終受益者は広く国民一般であると言うことができる場合も多い。また、後者の懸念については、運用機関が、議決権行使に関する考え方を対外的に説明することなどを通じて、解決していくべきものであるとの指摘もある[4]。さらに、我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかとの指摘もなされている中、こうした懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果の公表が進められるべきではないかと考えられる。

したがって、最終受益者の利益を確保するとともに、自らの取組みの透明性を高めるために、運用機関等は、少なくとも「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースでの対応としては、アセットオーナーへの開示にとどまらず、個別の議決権行使結果を一般に公表することを原則とし、それぞれの運用機関等の置かれた状況により、それが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきであると考えられる。

３．パッシブ運用におけるエンゲージメント等

近年、上場投資信託（ETF）の増加や、年金の株式運用におけるパッシブ運用比率の高まりなどを背景に、パッシブ運用の比重が高まっている。

パッシブ運用は、アクティブ運用と異なり、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性がより高いことから、運用機関等は、より積極的に中長期的視点に立ったエンゲージメント（対話）や議決権行使に取り組むべきである。その際、パッシブ運用におけるエンゲ

[3] この点に関連し、アセットオーナーによっては、自ら一任契約により運用を委託した分の個別の議決権行使結果について、運用機関が一般に公表することを承諾しない場合もありうるため、アセットオーナーの意向確認も必要との指摘があった。
[4] 企業の側においても、コーポレートガバナンス・コード補充原則１－１①の趣旨を踏まえ、議決権行使結果やその説明を、その後の建設的な対話に活かすべきであるとの指摘があった。

ージメントの具体的な手法やコスト負担のあり方などについては、関係者において検討が進められるべきであるとの指摘があった。

なお、パッシブ運用の有効性を高める観点からは、例えば、インデックスから運用対象として明らかに不適当と考えられる銘柄を外して運用対象とするなど、現実の市場の状況を踏まえて、関係者が適切な運用方法を検討していくことが期待される。

４．運用機関の自己評価

運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制等の改善に向けて、スチュワードシップ・コードの実施状況を定期的に自己評価し、公表すべきである。このような自己評価は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことにも資すると考えられる。

Ⅲ．アセットオーナーによる実効的なチェック

アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、最終受益者のより近くに位置し、直接、最終受益者の利益を確保する責務を負っている。こうした位置付けを踏まえ、アセットオーナーは、運用機関によるスチュワードシップ活動がより実効的なものとなるよう十分留意し、以下のような取組みを進めていく必要がある。

１．アセットオーナーによる実効的なスチュワードシップ活動の確保

アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

企業においては、様々なステークホルダーと適切に協働しつつ、自らの持続的成長に影響を与えるような環境・社会的な要因[5]等を含む様々な要因も考慮しながら、中長期的な視点に立った経営戦略の下、設備投資、研究開発投資、人材投資などが行われることが重要である。アセットオーナー・運用機関がスチュワードシップ活動を行うに際しては、こうした企業の取組みを促していくよう、経営戦略を含む諸課題について、深度ある「建設的な対話」に取り組むことが必要である。

また、アセットオーナーは、運用機関が、当該アセットオーナー（及び最終受益者）だけでなく、他の顧客・最終受益者に対してもスチュワードシッ

---

[5] ガバナンス（統治）と共にESG課題と呼ばれる。

プ責任を負っていることを認識し、運用機関の適切な活動を妨げることのないよう、留意すべきである。

２．アセットオーナーが運用機関に求める事項の明示

アセットオーナーは、実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、自らがインベストメント・チェーンにおいて置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

３．運用機関に対する実効的なモニタリング

アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

Ⅳ．おわりに

企業が持続的な成長を実現していく上で、運用機関・アセットオーナーは重要な役割を担っている。運用機関・アセットオーナーにおいては、本意見書の提言を踏まえ、「建設的な対話」とその深化に向けた取組みを進めていくことが求められる。こうした対話が企業の持続的成長と国民生活の向上に、そしてその効果が次なる企業の成長につながり、日本経済全体の好循環が実現していくことが期待される。

本意見書の提言内容は、いずれも機関投資家がスチュワードシップ責任を実効的に果たしていく上で重要であると考えられる。フォローアップ会議としては、スチュワードシップ責任に関する国際的な議論[6]や同コードに関する実務の動向も踏まえつつ、スチュワードシップ・コードについて、本意見書の内容を踏まえた見直しを期待するものである。

---

[6] 国際的な機関投資家団体である ICGN（International Corporate Governance Network）が本年６月に取りまとめた「ICGN グローバル・スチュワードシップ原則」においては、機関投資家のガバナンス等について言及がなされており、こうした国際的な議論の動向を踏まえることも重要と考えられる。